



**Conseil économique
et social**

Distr.
GÉNÉRALE

ECE/CECI/2007/7
25 septembre 2007

FRANÇAIS
Original: ANGLAIS

COMMISSION ÉCONOMIQUE POUR L'EUROPE

COMITÉ DE LA COOPÉRATION ET DE
L'INTÉGRATION ÉCONOMIQUES

Deuxième session
Genève, 5-7 décembre 2007
Point 3 d) de l'ordre du jour provisoire

ÉTAT D'AVANCEMENT DE L'EXÉCUTION DU PROGRAMME

PROMOUVOIR UN ENVIRONNEMENT PROPICE À UNE INTERMÉDIATION
FINANCIÈRE EFFICACE EN FAVEUR DU DÉVELOPPEMENT DE L'INNOVATION

**RECENSEMENT DES BONNES PRATIQUES D'INTERMÉDIATION FINANCIÈRE
À L'APPUI DE L'INNOVATION ET DU DÉVELOPPEMENT INDUIT
PAR LE SAVOIR**

Note du secrétariat

Résumé

Le programme de travail du Comité de la coopération et de l'intégration économiques pour 2006-2007 prévoit l'établissement d'un inventaire des bonnes pratiques d'intermédiation financière à l'appui de l'innovation et du développement induit par le savoir. Le présent document s'inspire largement des conclusions de l'«Examen comparatif des mécanismes de l'intermédiation financière à l'appui du développement induit par le savoir ainsi que des pratiques nationales visant à faciliter l'accès des entreprises innovantes au financement national et étranger» et des travaux accomplis par le réseau d'experts du Comité dans ce domaine, notamment des résultats de la Réunion d'experts du financement d'un développement innovant, qui s'est tenue à Genève les 3 et 4 mai 2007.

Ce document aborde les fondements de l'action menée par les pouvoirs publics pour aider les entreprises innovantes à faire face aux difficultés de financement qu'elles rencontrent. Il recense une série de conditions générales et de mesures précises qui favorisent le financement de l'innovation et l'apparition d'intermédiaires financiers spécialisés. Il présente un certain nombre de bonnes pratiques qui peuvent être mises en œuvre au cours des différentes phases du cycle de financement par prise de participation et permet ainsi de définir des interventions des pouvoirs publics et de formuler des recommandations dont l'objet est de faciliter l'accès des entreprises innovantes au financement.

TABLE DES MATIÈRES

	<i>Paragraphes</i>	<i>Page</i>
INTRODUCTION	1 – 4	3
I. LE FINANCEMENT DES ENTREPRISES INNOVANTES	5 – 8	3
II. LES LEVIERS DU FINANCEMENT INITIAL PAR PRISE DE PARTICIPATION	9 – 17	4
III. BONNES PRATIQUES EN MATIÈRE DE FINANCEMENT INITIAL PAR PRISE DE PARTICIPATION	18 – 36	7
IV. LEVÉE DE FONDS	37 – 57	10
V. INVESTISSEMENT	58 – 78	13
VI. VALEUR AJOUTÉE	79 – 86	17
VII. SORTIE	87 – 93	19
VIII. CONCLUSIONS GÉNÉRALES	94 – 98	20

INTRODUCTION

1. Le programme de travail du Comité de coopération et d'intégration économiques pour 2007-2008 prévoit, dans le domaine d'intervention «Promouvoir un environnement propice à une intermédiation financière efficace en faveur du développement de l'innovation», l'établissement des documents suivants:
 - a) L'Examen comparatif des mécanismes de l'intermédiation financière à l'appui du développement induit par le savoir ainsi que des pratiques nationales visant à faciliter l'accès des entreprises innovantes au financement national et étranger; et
 - b) Un inventaire des bonnes pratiques d'intermédiation financière à l'appui de l'innovation et du développement induit par le savoir.
2. L'Examen comparatif des politiques et pratiques nationales, rédigé en consultation avec le réseau d'experts et de parties prenantes du Comité, est disponible sur le site Web de ce dernier (<http://www.unecce.org/ceci>) et sera diffusé en tant que publication officielle de la CEE sous le titre «Le financement du développement innovant: Examen comparatif des expériences des pays de la CEE en matière de financement initial des entreprises».
3. Le présent document repose sur les conclusions de l'Examen comparatif et d'une réunion d'experts, qui s'est tenue à Genève les 3 et 4 mai 2007 (ECE/CECI/FID/2007/2). Il porte sur le financement initial des entreprises innovantes de technologie, en vue de définir des interventions des pouvoirs publics et de formuler des recommandations dont l'objet est de faciliter l'accès de ces entreprises à un financement initial.
4. Les expériences des pays de la CEE sont très instructives dans une optique transnationale. La diversité des situations économiques et institutionnelles nationales et des expériences acquises dans leur contexte permet aux responsables politiques de tirer des enseignements précieux qui devraient les aider à améliorer encore les politiques menées dans le domaine abordé ici.

I. LE FINANCEMENT DES ENTREPRISES INNOVANTES

5. Les entreprises innovantes ne sont pas en mesure de faire état d'activités antérieures ni de prouver que tels ou tels produits ou services peuvent être effectivement fournis ou ont un potentiel commercial. Les entrepreneurs sont mieux à même que quiconque de déceler des créneaux économiques porteurs et de juger de leur potentiel, mais ne disposent pas des ressources financières requises pour les exploiter et ont donc besoin d'une aide extérieure. Or les entreprises innovantes se heurtent généralement à des obstacles considérables lorsqu'elles tentent d'obtenir un financement en s'adressant aux intermédiaires financiers traditionnels.
6. Les investisseurs potentiels ont du mal à vérifier la validité des propositions qui leurs sont présentées et de faire le tri entre les investissements prometteurs et douteux. En conséquence, ils ont des exigences financières exorbitantes ou se désintéressent totalement des activités de financement initiales. En raison de l'intangibilité des actifs d'une entreprise innovante, la valeur de celle-ci repose sur ses perspectives de croissance à long terme, qui dépendent de

connaissances scientifiques et de droits de propriété intellectuelle. De ce fait, les flux de liquidités sont imprévisibles, ce qui peut être dissuasif pour les investisseurs extérieurs.

7. Pour remédier à ce problème de financement, il faut que des intermédiaires se spécialisent dans le financement des entreprises innovantes lorsque celles-ci se trouvent au stade le plus incertain de leur existence. Pour un développement fondé sur l'innovation et le savoir, de simples particuliers disposés à investir et des sociétés de capital-risque qui possèdent toutes les compétences techniques et de gestion voulues sont indispensables.

8. L'apparition et le développement d'une infrastructure de financement des entreprises innovantes en phase de démarrage est un processus complexe, qui est subordonné à un grand nombre de conditions et exige une allocation et un recyclage efficaces du capital. Il est fréquent que les pouvoirs publics soutiennent le développement d'un secteur national de capital-risque dans le cadre de la politique générale d'innovation. Des interventions publiques bien ciblées jouent un rôle important dans la création d'un secteur dynamique de capital-risque.

II. LES LEVIERS DU FINANCEMENT INITIAL PAR PRISE DE PARTICIPATION

9. Toute politique visant à mettre en place une infrastructure efficace de financement des entreprises innovantes doit reposer sur une bonne compréhension des motivations des principaux acteurs privés du financement en phase initiale, ainsi que les «leviers» qui permettent d'assurer le bon fonctionnement de ce processus. Les investisseurs-anges gardiens (business angels) et les sociétés de capital-risque jouent des rôles d'intermédiaires essentiels et complémentaires dans le financement en phase initiale des entreprises, étant donné qu'ils fournissent des capitaux et des compétences techniques, et confèrent une légitimité à des projets que les intermédiaires financiers traditionnels jugent trop risqués. Alors que les investisseurs-anges gardiens investissent leurs propres fonds, les sociétés de capital-risque doivent obtenir des ressources financières provenant d'autres sources (telles que des investisseurs institutionnels), ce qui influence également sur l'évolution de ce secteur.

10. Le financement initial peut être considéré comme un cycle autorenforcé qui comprend quatre phases principales:

- a) Levée de fonds;
- b) Investissement;
- c) Gestion et apport de valeur ajoutée;
- d) Sortie.

11. Pour que les investisseurs-anges gardiens et les sociétés de capital-risque jouent leur rôle d'intermédiaires efficacement et de façon auto-entretenue, ils doivent agir dans un environnement qui leur permette d'avoir accès à des fonds et à des possibilités d'investissement lucratif, et ensuite de récupérer leur mise, majorée d'un profit à la mesure du risque qu'ils ont pris, pour pouvoir réutiliser leurs capitaux aux différents stades de ce cycle.

12. Les quatre phases précitées doivent se dérouler de façon satisfaisante et dynamique pour que le financement initial ait lieu dans de bonnes conditions, sans goulet d'étranglement. Les pouvoirs publics devraient commencer par examiner le paysage financier pour déterminer les domaines dans lesquels une intervention est nécessaire. Les pouvoirs publics doivent tenir compte d'un certain chevauchement entre les instruments à mettre en œuvre au cours de ces différentes phases lorsqu'ils conçoivent des interventions en vue de maximiser les synergies. En outre, comme chaque levier affecte différemment les investisseurs-anges gardiens et les sociétés de capital-risque, il doit être adapté aux modalités d'action propres à ces deux types d'acteurs.

13. La phase de levée de fonds du cycle repose sur la disponibilité de capitaux que des intermédiaires financiers spécialisés sont disposés à allouer à des entreprises innovantes. Dans le cas des investisseurs-anges gardiens, il faut rendre de tels investissements attrayants par rapport à d'autres affectations possibles des fonds. Pour leur part, les sociétés de capital-risque doivent pouvoir s'adresser à des investisseurs institutionnels, qui agissent dans une perspective à long terme et peuvent fournir et structurer des fonds.

14. Au stade de l'investissement, il est nécessaire que des propositions soient présentées aux investisseurs-anges gardiens et aux sociétés de capital-risque, qui doivent disposer des compétences requises pour évaluer ces propositions et choisir des projets susceptibles d'être financés. Le flux de propositions d'investissement dépend de l'environnement d'innovation d'un pays, de sa culture d'entreprise et de l'existence d'une infrastructure de soutien de la phase initiale (constituée, par exemple, de subventions de faisabilité, de parcs scientifiques, de pépinières d'entreprises, etc.), qui contribue à rendre ces propositions prêtes à faire l'objet d'un investissement. Des compétences d'évaluation et de sélection sont créées par l'acquisition et le partage de connaissances qui résultent de l'expérience.

15. La phase d'apport de valeur ajoutée exige des compétences en matière de surveillance, de gestion et de développement d'entreprises innovantes et il convient donc d'offrir des incitations appropriées aux gestionnaires qui les possèdent, de prodiguer des conseils stratégiques et opérationnels, de donner accès à des compétences techniques, de gestion et de marketing extérieures, et d'établir des contacts avec des fournisseurs et clients potentiels. Un bon nombre de ces compétences résultent de l'expérience antérieure que les investisseurs ont acquise, en qualité d'investisseurs ou d'intervenants sur les marchés ou dans les secteurs concernés.

16. Lors de la phase de sortie, les investisseurs doivent pouvoir convertir la valeur ajoutée en capitaux susceptibles d'être utilisés au cours d'une autre vague de création d'entreprises innovantes. Au cours de cette phase, il est essentiel qu'existent des marchés de capitaux capables de financer des entreprises jeunes et de petite taille dotées d'un fort potentiel de croissance. L'acquisition par d'autres entreprises représente un autre type de sortie.

17. Un examen du financement initial par prise de participation dans la région de la CEE met en évidence d'importantes différences entre les pays. Celles-ci pourraient servir de toile de fond aux discussions concernant la politique à mener dans tel ou tel pays:

a) L'ampleur et l'intensité de l'activité des investisseurs-anges gardiens, à supposer qu'il existe un nombre suffisant de propositions, dépendent de l'environnement fiscal et économique du pays considéré. En conséquence, les responsables politiques doivent recenser et

atténuer les obstacles objectifs ou subjectifs aux activités d'investissement des investisseurs-anges gardiens;

b) L'absence d'obstacles réglementaires ne garantit pas que les investisseurs institutionnels investissent des montants suffisants dans des fonds de capital-risque, car le rendement attendu des investissements joue également un rôle à cet égard. Le secteur du capital-risque doit avoir la possibilité de se développer et de parvenir à maturité pour pouvoir faire état de bonnes performances;

c) Les attitudes vis-à-vis de l'esprit d'entreprise et la disponibilité de financements d'amorçage et de soutien aux entreprises innovantes varient considérablement d'un pays à l'autre et influent sur les autres aspects de la politique économique nationale, tels que les lois relatives au travail et la fiscalité, ce qui a des effets sur la création d'entreprises innovantes de qualité et, par conséquent, sur la demande d'interventions d'investisseurs-anges gardiens et de sociétés de capital-risque. L'action menée par les pouvoirs publics pour développer le secteur du capital-risque (offre de financement) devrait être complétée par des initiatives qui favorisent l'esprit d'entreprise (demande de financement);

d) Il faut posséder des compétences cruciales relatives au monde des affaires pour pouvoir gérer les investissements effectués sous la forme d'une prise de participation en créant une valeur ajoutée. Un grand nombre de ces compétences résultent de l'expérience pratique, mais en général l'apprentissage ne fait sentir ses effets que lentement dans ce secteur. Il faudrait favoriser la création de réseaux et d'associations regroupant des entreprises de ce secteur, la mobilité des gestionnaires de capital-risque, les échanges avec des gérants expérimentés de fonds de capital-risque et le recrutement de gestionnaires chevronnés issus de divers secteurs en vue d'accélérer l'acquisition de compétences dans ce secteur;

e) Actuellement, les marchés européens de capital-risque sont fragmentés par pays. En conséquence, les investissements de capital-risque transfrontaliers sont limités et entravés, étant donné que le cadre des activités de capital-risque varie d'un pays à l'autre. Il faudrait poursuivre les efforts actuellement déployés pour réduire cette fragmentation afin de tirer pleinement parti des possibilités que les fonds de capital-risque offrent en matière d'investissement dans les petites et moyennes entreprises (PME) innovantes;

f) Depuis quelques décennies, le NASDAQ représente aux États-Unis la porte de sortie la plus intéressante pour les investissements de capital-risque et stimule donc considérablement le développement du secteur du capital-risque dans ce pays. En Europe, les compartiments des Bourses de valeurs réservés aux entreprises relativement jeunes contribuent également à accroître les possibilités de sortie. Au Royaume-Uni, l'Alternative Investment Market est devenu assez accessible, y compris pour des entreprises non européennes. La réduction des charges imposées par la réglementation et de la fragmentation par pays peut également aider d'autres Bourses à devenir des marchés de capitaux attrayants pour de petites entreprises innovantes à fort potentiel de croissance.

III. BONNES PRATIQUES EN MATIÈRE DE FINANCEMENT INITIAL PAR PRISE DE PARTICIPATION

18. Le cycle de financement par prise de participation est tributaire de plusieurs aspects importants de l'environnement institutionnel et d'innovation d'un pays, et est sensible aux politiques des pouvoirs publics qui ont des incidences sur l'investissement institutionnel, les marchés de capitaux, l'innovation et l'entrepreneuriat. Les pouvoirs publics ont joué un rôle essentiel dans le développement des secteurs de capital-risque, soit indirectement, en fixant les conditions qui influent sur le cycle de financement par prise de participation, soit directement, en fournissant des capitaux et des incitations à des firmes innovantes, à des investisseurs-anges gardiens et à des fonds de capital-risque.

19. Les pouvoirs publics ont joué un rôle important dans le lancement ou le développement du secteur du capital-risque en Allemagne, au Danemark, aux États-Unis, en Irlande, en Israël, en Norvège et au Royaume-Uni, entre autres. Plus récemment, des actions vigoureuses ont été menées en Fédération de Russie et au Kazakhstan pour favoriser le financement initial des entreprises.

20. Les pays diffèrent par leurs antécédents en matière économique et d'innovation, les conditions et les institutions qui soutiennent le cycle de financement de l'innovation, et la nature et l'ordre de succession des mesures prises pour faire face aux déficiences de ce cycle. Le transfert des réalisations positives d'un pays à un autre ne va pas de soi et doit faire l'objet d'une mûre réflexion. En revanche, les comparaisons entre pays permettent de mieux apprécier l'importance des conditions d'ensemble et d'établir des liens de cause à effet entre les instruments mis en œuvre et les résultats obtenus.

21. Pour évaluer ou imiter les réalisations d'un pays, il faut bien comprendre le contexte qui est le leur et, en particulier, l'ensemble d'initiatives qui les ont précédées, ainsi que le degré de développement de chacun des éléments du cycle de financement par prise de participation dans le pays considéré.

22. Le recensement et la compréhension des bonnes pratiques sont entravés par une certaine absence de suivi et d'évaluation en bonne et due forme des programmes mis en œuvre. Les effets des programmes ne sont souvent appréciés qu'en fonction du montant des capitaux alloués ou du nombre d'entreprises soutenues. Il est prioritaire de mieux suivre et évaluer les programmes pour tirer des enseignements utiles pour la conception et la mise en œuvre de tels programmes.

23. L'action des pouvoirs publics dans le domaine du financement initial comporte quatre aspects:

- a) But et cible;
- b) Mode de réalisation;
- c) Complétude; et
- d) Viabilité.

24. La cible des programmes officiels est très variable. Alors que la plupart des programmes visent à soutenir des entreprises innovantes, il peut exister des restrictions supplémentaires concernant la taille, le stade de développement, le secteur, l'origine (selon que l'entreprise considérée est issue d'une université ou d'un centre public de recherche, par exemple) et la localisation géographique des entreprises bénéficiaires.
25. Le but et la cible de chaque initiative ont d'importantes conséquences sur sa mise en œuvre et, en dernière analyse, son efficacité. Il importe de cibler avec précision les entreprises qui éprouvent des difficultés à obtenir des moyens financiers, en vue d'éviter d'accorder des fonds à des sociétés qui ne se heurtent pas à de tels problèmes. Il faut également que les programmes tiennent compte de la façon dont il sera répondu aux futurs besoins de financement des entreprises ciblées, au-delà de l'aide initiale, et notamment de la probabilité de l'obtention de ressources privées.
26. Les programmes officiels peuvent allouer des ressources soit directement aux entreprises ciblées, par l'intermédiaire de fonds de placement gérés par l'administration publique ou d'organismes chargés d'allouer des subventions, soit indirectement, via des intermédiaires spécialement choisis, tels que des particuliers (investisseurs-anges gardiens), des fonds de capital-risque (y compris des fonds de capital d'amorçage), des pépinières d'entreprises et des bureaux de transfert de technologie. Le choix de l'intermédiaire est généralement lié au ciblage propre au programme considéré.
27. En ce qui concerne les intermédiaires, il est possible de financer leur création et la constitution de leur capital initial par des prêts, des subventions de création d'entreprises ou une prise de participation au capital. Dans certains cas, le financement des fonds de capital-risque exige une participation d'un montant égal apportée par des investisseurs privés. Le montant du financement public et l'abondement par des fonds privés varient considérablement selon le pays et le programme. Une autre façon de procéder consiste à donner aux investisseurs privés une garantie de la dette ou de la participation au capital ou à octroyer des incitations fiscales aux investisseurs (particuliers, sociétés ou investisseurs institutionnels) pour des investissements dans certains types d'entreprises.
28. Pour ce qui est de la mise en œuvre de chaque programme, il importe de déterminer si les pouvoirs publics se chargent de la décision de financement ou la délègue à des agents privés. Dans le premier cas, il faut choisir de n'utiliser qu'un seul organisme central ou diverses agences locales, ce qui peut avoir des incidences sur les plans politique et de l'efficacité bureaucratique auxquelles il convient d'être attentif.
29. Un organisme central peut mieux résister à des ingérences politiques dans certains contextes, mais une démarche décentralisée permet mieux de surmonter les problèmes d'information qui vont de pair avec des décisions d'investissement. La dimension régionale est cruciale dans la conception de programmes publics de soutien aux entreprises, en particulier dans les grands pays. Au tout premier stade du cycle de financement, la proximité entre les investisseurs (privés et publics) et la société bénéficiaire est très souhaitable.
30. Lors de l'élaboration de la politique d'aide au financement, il convient d'accorder un degré élevé de priorité à des synergies et à une complémentarité entre les programmes. Un ensemble d'initiatives prises par un pays est efficace s'il est tenu compte de toutes les phases du cycle de

financement par prise de participation. Il est possible d'utiliser la réglementation, la fiscalité, et les politiques en matière de soutien à l'innovation et de financement initial pour remédier à des déficiences du cycle de financement par prise de participation.

31. Chaque pays diffère considérablement des autres par le degré d'exhaustivité et la coordination des divers programmes, ainsi que du point de vue de la sensibilité des pouvoirs publics aux besoins en évolution constante qui existent sur le marché du financement initial. Dans certains pays (États-Unis, Finlande, Israël et Royaume-Uni, par exemple), les autorités tirent constamment les enseignements de l'expérience acquise dans le cadre de programmes précédents, ce qui leur permet d'éviter de répéter les erreurs du passé lors de la conception de nouveaux programmes. Il faudrait exploiter les enseignements tirés de l'expérience, et surveiller et évaluer en permanence les effets d'un programme sur le marché, car l'efficacité des interventions des pouvoirs publics en dépend.

32. Dans certains pays, des ressources publiques (généralement sous la forme des subventions) sont allouées de façon peu systématique, sans qu'il soit tenu compte des conditions dans lesquelles l'entreprise bénéficiaire fonctionne avant et après l'obtention de l'aide. En revanche, d'autres pays ont recours à une démarche coordonnée selon laquelle les programmes, qui font partie d'une série échelonnée dans le temps, reposent sur l'expérience retirée de la mise en œuvre des précédents ou visent à compléter d'autres programmes en ciblant de nouveaux destinataires ou en apportant une aide accrue à des bénéficiaires déjà existants.

33. En Europe, le Royaume-Uni est représentatif de la démarche coordonnée, étant donné que les efforts qui visent à encourager l'apport de fonds par des investisseurs-anges gardiens et les activités entrepreneuriales des universités sont complétés par des initiatives dont l'objet est de stimuler la création de fonds de capital-risque qui ciblent des secteurs, des régions et des phases du financement différents. De même, le Danemark, la Finlande, la France, l'Irlande, la Norvège et la Suède sont des pays dans lesquels des activités de capital-risque de grande ampleur menées par les pouvoirs publics sont complétées par des actions d'amorçage et de promotion de pépinières d'entreprises. Récemment, le programme portugais FINICIA avait pour objet de constituer des groupements régionaux comprenant des universités, des pépinières d'entreprises, des partenaires locaux et des investisseurs de capital-risque formels et informels.

34. Lorsque le but d'un programme national est de favoriser la création d'un marché national de capital-risque, son succès dépend de son aptitude à attirer des capitaux privés. La viabilité économique des petits fonds d'amorçage est depuis longtemps mise en cause, étant donné qu'il est difficile de définir la taille optimale du fonds le mieux à même de procéder à des investissements initiaux ou d'amorçage. En effet, un fonds de plus grande taille risque de s'orienter vers le financement en phase d'expansion, tandis qu'un fonds plus petit risque de ne pas être viable.

35. De nombreux programmes publics axés sur des fonds de fonds répondent aux problèmes de taille et de viabilité en obtenant l'investissement de capitaux privés, tout en mettant en place une structure appropriée de rémunération, par exemple sous la forme d'un plafonnement des profits attribués à l'État, le surplus revenant aux capital-risqueurs. Une telle démarche augmente tant l'aptitude du fonds à assurer un financement ultérieur que le rendement potentiel que les capital-risqueurs retirent de leurs investissements en phase initiale. En outre, elle établit un lien

entre le fonds et les investisseurs institutionnels, auxquels il est possible de s'adresser lors des activités futures de levée de fonds.

36. La viabilité a également une dimension régionale, car un grand nombre des programmes de financement de PME ont un caractère délibérément régional. À elle seule, la fourniture par l'État d'un financement par prise de participation ne peut résoudre les problèmes qui concernent, par exemple, l'expérience entrepreneuriale au niveau local, la valeur des droits de propriété intellectuelle et le rôle des universités locales dans le processus de développement. Il peut être nécessaire de mettre en œuvre une série coordonnée d'interventions pour faire face à ces problèmes.

IV. LEVÉE DE FONDS

37. Il est possible d'envisager les bonnes pratiques sous l'angle des différents aspects de risque disponibles, l'amélioration des relations entre les apporteurs de capitaux privés et les sociétés de capital-risque, et la création d'incitations pour que les capital-risqueurs investissent dans des entreprises innovantes au stade initial, et décèlent et choisissent des entreprises commercialement viables à fort potentiel.

38. La mise à disposition de fonds publics pour les activités de capital-risque figure parmi les pratiques les plus répandues lorsqu'il s'agit d'accroître la disponibilité de capital-risque. Deux types de fonds principaux sont utilisés:

- a) Les fonds gérés par des organismes publics; et
- b) Les fonds gérés par des agents privés.

39. Dans plusieurs pays (Canada, Danemark, Espagne, Finlande, Norvège, Portugal et Suède), des fonds sont confiés à des organismes spéciaux (généralement liés à des agences de promotion de l'activité économique ou du développement industriel), qui sont chargés de procéder à des investissements directs dans des entreprises nouvelles, de petite taille ou innovantes. Les fonds gérés par un organisme public peuvent constituer une importante source initiale de capital qui permet l'accumulation de connaissances et de compétences en matière d'investissement susceptibles d'être transférées progressivement vers le secteur privé. Les fonds délibérément orientés vers des projets à risque élevé et se trouvant encore au stade initial peuvent être particulièrement utiles dans ce contexte.

40. Cependant, il faut soigneusement veiller à mettre en place un système approprié d'incitations et à éliminer les ingérences politiques dans les activités des fonds gérés par un organisme public. En ce qui concerne ces derniers, des évaluations des programmes publics correspondants ont montré que les investissements que ceux-ci avaient favorisés avaient tendance à être moins risqués et davantage orientés vers des entreprises relativement bien établies.

41. Lorsque des mécanismes du marché font leur apparition, il est souhaitable de les compléter et de les soutenir par des fonds publics. À cet égard, les programmes utilisant des fonds gérés par un organisme public font participer davantage des gestionnaires d'investissements privés, soit par un déplacement de leurs activités vers le financement de fonds de fonds ou les fonds gérés

par des entreprises privées (Canada, Danemark, Finlande et Norvège), soit grâce à une privatisation pure et simple (Suède).

42. Étant donné que les fonds gérés par des entreprises privées prédominent et que les activités de capital-risque des pouvoirs publics sont réduites, les pays scandinaves ont déplacé leurs activités de financement direct vers des entreprises de création toute récente qui se trouvaient encore au stade du financement d'amorçage en créant des programmes de pépinières d'entreprises ou en allouant des fonds d'amorçage. Il peut être considéré que ces programmes complètent les mécanismes du marché en augmentant le nombre d'entreprises prêtes à bénéficier d'un investissement.

43. Une autre façon d'utiliser des fonds publics pour des activités de capital-risque consiste à obtenir l'intervention d'investisseurs privés et des fonds privés supplémentaires. Selon un scénario typique, l'État (ou un organisme qui le représente) joue le rôle d'investisseur socle, en fournissant un certain pourcentage du capital du fonds. Cette méthode est maintenant largement utilisée dans divers pays (Allemagne, Canada, Danemark, États-Unis, Finlande, France, Irlande, Israël, Royaume-Uni et, plus récemment, Fédération de Russie, Kazakhstan et Lettonie), ainsi que par le Fonds européen d'investissement. L'investissement de l'État comprend à la fois une prise de participation et des prêts subordonnés.

44. Le recours à des fonds gérés par une entreprise privée est judicieux, dans la mesure où les capital-risqueurs professionnels ont manifestement intérêt à repérer et à soutenir des entreprises susceptibles de réussir. Lorsqu'une sélection soignée des fonds à soutenir est réalisée (par appel à la concurrence ou examen approfondi des demandes), la participation de l'État joue un rôle important de légitimation pour l'établissement de relations entre les capital-risqueurs et les investisseurs institutionnels.

45. En outre, les programmes publics correspondants veillent de plus en plus à ce que le profil de risque et de rendement offert aux capital-risqueurs justifie la réalisation d'investissements initiaux et encourage les capital-risqueurs à s'efforcer de profiter du potentiel d'appréciation de l'investissement. L'octroi d'une protection contre une dépréciation de l'investissement (par des garanties ou des investissements de refinancement au moyen d'emprunts subordonnés) n'a pas l'effet escompté, comme en témoigne l'expérience de l'Allemagne, d'Israël et des Pays-Bas.

46. Les activités du programme qui a créé la Small Business Investment Company (Société d'investissement dans les petites entreprises ou SBIC) aux États-Unis montrent l'importance d'incitations dans la promotion d'investissements initiaux. Au début du fonctionnement de ce programme, comme il fallait assurer le service des prêts consentis par la Small Business Administration (Administration des petites entreprises) aux sociétés d'investissement participantes, celles-ci n'ont pu investir dans des entreprises incapables de produire immédiatement des liquidités. Le remplacement des prêts par des participations via des titres préférentiels, qui diffèrait les premiers versements d'intérêts en échange d'une participation aux bénéfices ultérieurs, a clairement favorisé les investissements au stade de l'amorçage.

47. En Israël, le programme Yozma illustre également les incitations à miser sur le potentiel d'appréciation, dans la mesure où chacun des différents fonds de capital-risque disposait de l'option d'acheter les actions de l'État pendant une période pouvant aller jusqu'à cinq ans à compter de la création du fonds. Dans le même sens, les programmes récemment lancés au

Royaume-Uni (Enterprise Capital Funds), en Lettonie (par l'Agence lettone de garantie) et en Fédération de Russie (Société russe de capital-risque) plafonnent le rendement de la participation de l'État et attribuent la totalité des profits excédentaires aux capital-risqueurs et aux sociétés en commandite simple. Il en résulte une allocation asymétrique du rendement des investissements rentables, ce qui compense mieux le risque élevé des investissements initiaux.

48. Des incitations fiscales de différents types et destinées à différents bénéficiaires ont été utilisées pour augmenter la disponibilité du capital-risque. Plusieurs pays offrent des incitations fiscales aux particuliers qui investissent dans des entreprises privées. Certains programmes ciblent les sources de financement utilisées avant le recours à un investisseur-ange gardien, en particulier les fondateurs eux-mêmes ou leurs amis et parents. Quelques programmes ciblent des sociétés qui investissent dans des PME innovantes. Certaines incitations fiscales ont pour but d'encourager des particuliers à investir dans des fonds de capital-risque.

49. Il ressort d'un examen des initiatives prises par les pouvoirs publics dans le domaine de la levée de fonds qu'un principe général régit la participation de l'État dans ce domaine, à savoir qu'elle doit compléter et soutenir, et non remplacer, les mécanismes du marché d'allocation des capitaux aux entreprises innovantes, tout en favorisant le développement du secteur local de capital-risque formel et informel.

50. Fondamentalement, il faut que les dispositions réglementaires nationales relatives aux investissements effectués par les fonds de pension, les compagnies d'assurance et les autres investisseurs institutionnels dans des fonds de capital-risque, et le régime fiscal applicable aux instruments de placement, soient similaires à ceux qui sont en vigueur dans les pays qui ont les principaux marchés de capital-risque. Parmi les dispositions réglementaires qu'il convient peut-être de réexaminer, il faut citer les restrictions quantitatives aux allocations aux catégories d'actifs dits «alternatifs», ainsi que les règles relatives au recours aux «valeurs sûres» et «de père de famille» qui guident les décisions d'investissement.

51. Lorsque les capitaux des investisseurs institutionnels locaux sont insuffisants ou inappropriés, l'État devrait s'employer à créer des conditions propres à attirer des capitaux d'investisseurs institutionnels étrangers. À cet effet, il convient en particulier d'aligner la fiscalité locale et le cadre réglementaire sur ceux des pays avec lesquels on est en concurrence pour l'obtention de capitaux d'investisseurs institutionnels étrangers.

52. Certains pays ont mis en place des types de fonds spécialisés dans la levée de capital-risque. Lorsque l'on procède de la sorte, il faut veiller à ce que ces fonds possèdent les caractéristiques les plus efficaces, telles que celles de la société en commandite simple: durée de vie fixe, distributions continues, report de l'exigibilité des impôts jusqu'à la vente des titres et absence d'ingérence de la part des commanditaires. Dans les pays où ces types de fonds n'existent pas, les responsables politiques pourraient envisager leur création.

53. Lorsque les pouvoirs publics souhaitent encourager les investissements relevant du capital-risque, ils doivent veiller soigneusement à offrir des incitations appropriées pour que les responsables d'investissements privés choisissent des entreprises viables à fort potentiel de croissance et en assurent le développement. À cet effet, il faut tenir compte des principes suivants:

- a) La protection contre le risque de dépréciation ne crée pas de telles incitations;
- b) Les dispositions garantissant une allocation asymétrique des gains provenant d'investissements rentables – grâce à des options permettant de racheter la participation de l'État ou à un plafonnement des profits revenant à ce dernier – constituent de telles incitations, car elles améliorent le profil de risque et de rendement des entreprises innovantes; et
- c) Une orientation claire du programme facilite l'offre d'incitations appropriées.

54. Les incitations fiscales, y compris les réductions d'impôt, et le traitement avantageux des pertes et des plus-values, favorisent généralement les investissements de particuliers et de sociétés dans des entreprises privées. Cependant, il faut que les dispositions fiscales soient telles que les entreprises bénéficiaires sont bien celles pour lesquelles le régime a été créé et que les avantages fiscaux favorisent des investissements qui n'auraient autrement pas eu lieu.

55. Même lorsque la réglementation est favorable à la levée de fonds de capital-risque, il se peut que les investisseurs institutionnels locaux ne prennent pas d'initiative parce qu'ils connaissent mal le secteur du capital-risque. Pour remédier à ce problème, il est possible de créer des programmes dont l'objet est d'informer les responsables de fonds institutionnels et d'établir des relations avec les entreprises locales de capital-risque. Des mesures qui favorisent le développement de la profession de conseiller en investissements inciteraient les investisseurs institutionnels à s'intéresser davantage au capital-risque.

56. Lorsque les investisseurs institutionnels sont disposés à investir dans des fonds de capital-risque, mais ne disposent pas de suffisamment d'informations sur les différents fonds, l'État peut jouer le rôle d'investisseur socle et donner ainsi son aval au gérant du fonds. Des organismes d'information sur les intermédiaires financiers créés avec la participation des pouvoirs publics pourraient diffuser des informations importantes afin de faciliter les décisions des investisseurs.

57. Pour remédier aux solutions de continuité dans les cycles de capital-risque, il est possible de créer des programmes publics de fonds lorsque la levée de fonds de capital-risque ralentit. De cette façon, les sociétés de capital-risque sont en mesure de lever des fonds supplémentaires pour financer une phase ultérieure du développement des sociétés qu'elles ont dans leur portefeuille, et elles peuvent également acquérir des références qui leur seront utiles au cours de la vague suivante de levée de fonds privés.

V. INVESTISSEMENT

58. Au stade de l'investissement, il faut mettre en œuvre de bonnes pratiques dans les domaines suivants:

- a) Amélioration du climat entrepreneurial;
- b) Augmentation du nombre d'entreprises prêtes à faire l'objet d'investissements;
- c) Amélioration du flux d'informations entre les entrepreneurs et les investisseurs; et
- d) Fourniture de garanties aux investisseurs.

59. Il est possible de mettre en place des programmes qui facilitent le processus d'investissement en favorisant la création d'entreprises, en particulier celles qui exploitent des connaissances scientifiques créées dans des centres de recherche publics, ce qui augmente le nombre d'entreprises prêtes à faire l'objet d'investissements de la part de particuliers et d'entreprises de capital-risque.
60. Parmi les initiatives les plus importantes prises dans ce domaine, il faut citer les programmes américains Small Business Innovation Research (Recherche et innovation pour les petites entreprises) et Small Business Technology Transfer (Transfert de technologie aux petites entreprises), qui offrent à de petites entreprises de technologie des subventions destinées à faciliter la première phase des activités de recherche-développement (R-D). Ces programmes fournissent un financement essentiel pour la réalisation d'études de faisabilité (étape I) et la mise au point de prototypes (étape II), ce qui dote les entreprises bénéficiaires d'un fort potentiel économique et les met en mesure d'obtenir des capitaux privés.
61. Outre que les financements sont accordés par étapes, l'efficacité de ces programmes résulte de leur structure de décision décentralisée, répartie en 11 organismes fédéraux et activement soutenue par des bureaux de transfert de technologie établis dans des universités spécialisées dans la recherche. Ces derniers non seulement sensibilisent les chercheurs à l'existence de subventions de R-D, mais en outre coopèrent avec des entrepreneurs potentiels pour évaluer et affiner leurs idées, et préparer leurs demandes de subventions.
62. En Europe, plusieurs programmes mènent des activités relativement centralisées de tutorat et de financement d'amorçage sous la forme de subventions ou de prêts accordés à des créateurs d'entreprises de technologie, afin que ces dernières soient mieux préparées et présentent plus d'attrait pour d'éventuels investisseurs privés. De tels programmes existent en Allemagne (Fonds de lancement d'entreprises de haute technologie), en Autriche (programmes Financement d'amorçage et LISA), en Belgique (Fonds flamand d'innovation), en Espagne (programme Nouvelles entreprises de technologie), en Fédération de Russie (programme START), en Finlande (programmes TULI, TEKES et fonds d'amorçage Vera) et aux Pays-Bas (programme TechnoStarter).
63. Les réseaux d'investisseurs-anges gardiens jouent un rôle important, car ils rapprochent les entrepreneurs et les investisseurs privés, et pourraient par conséquent également bénéficier d'une aide des pouvoirs publics. Pour surmonter les problèmes d'information et inciter davantage à investir, il pourrait aussi être envisagé d'élaborer des programmes qui facilitent les réunions de présentation d'investissements et les négociations relatives à des investissements destinées aux entreprises qui recherchent un financement initial et aux investisseurs privés, dans l'esprit d'INTRO, marché qui a été créé par le programme «Financement antérieur à la phase d'amorçage» en Finlande. De même, en Catalogne (Espagne), le Centre pour l'innovation et le développement des entreprises est un guichet unique pour la réalisation d'études de faisabilité, le financement et l'élaboration de projets.
64. De nombreux pays ont mis en place des programmes qui offrent des garanties, afin de faciliter l'accès des PME aux prêts bancaires. De tels programmes doivent cibler sans ambiguïté les entreprises innovantes pour avoir un véritable impact. L'un des plus anciens programmes de ce genre, le Small Firms Loan Guarantee Scheme (Système de garantie de prêts aux petites

entreprises) du Royaume-Uni cible, depuis la fin 2005, des entreprises de création plus récente. Il en va de même du nouveau programme FINICIA, au Portugal.

65. Plusieurs programmes qui offrent des garanties relatives à des prises de participation, sous réserve de certaines limites, sont axés sur les entreprises innovantes. De tels programmes existent en Autriche, en France (Oseo-Garantie), en Italie (Fonds de garantie pour les PME du secteur des technologies numériques) et au Portugal (programme Nouvelles entreprises de technologie). Dans la mesure où ils sont destinés à des entreprises innovantes en voie de création, ces programmes se rapprochent de ceux qui octroient des subventions de faisabilité, si ce n'est que les investisseurs privés recevant les garanties ont la possibilité de surveiller les activités des entreprises créées.

66. L'examen de l'expérience acquise par les pays de la CEE dans ce domaine permet de tirer les conclusions suivantes:

a) La création d'entreprises innovantes dépend de l'existence d'une culture et d'une sensibilisation entrepreneuriales bien établies, en particulier dans les établissements d'enseignement et de recherche;

b) Les subventions représentent une source importante et potentiellement efficace de financement pour des études de faisabilité et la mise au point de produits. Grâce à l'octroi de subventions en plusieurs phases, il est possible de faire face aux incertitudes inhérentes à l'exploitation commerciale de connaissances scientifiques et d'assurer l'allocation de fonds plus importants à des projets dont la viabilité commerciale se confirme. La décentralisation et la participation active de centres de recherche au processus d'octroi de subventions favorisent une plus grande notoriété des programmes existants et améliorent les décisions; et

c) On s'est peu préoccupé de la disponibilité de compétences en matière d'investissement parmi les investisseurs privés locaux. Beaucoup reste à faire pour faciliter l'acquisition de compétences et le transfert de connaissances de régions ayant une infrastructure plus ancienne pour le financement initial des entreprises innovantes vers d'autres régions moins bien dotées.

67. Une action éducative joue un rôle important dans la promotion de l'entrepreneuriat. Les pouvoirs publics pourraient envisager d'inscrire l'enseignement de l'entrepreneuriat non seulement dans les programmes des établissements d'enseignement supérieur, mais également dans ceux de l'enseignement secondaire, ainsi que ceux des centres qui dispensent une formation après la fin des études.

68. Cette action d'éducation peut également aborder les détails du processus de financement par du capital-risque. Une sensibilisation des entrepreneurs potentiels aux différentes options de financement et des explications sur ce que les investisseurs privés recherchent et comment ils prennent des décisions sont de nature à accroître la demande de capitaux privés. Des organismes professionnels tels que des réseaux d'investisseurs-anges gardiens et des associations de capital-risqueurs devraient être associés à ces activités.

69. Lorsqu'il s'agit de favoriser la création d'entreprises de technologie, les pouvoirs publics peuvent faciliter la mise en place ou le renforcement de bureaux de transfert de technologie ou

d'autres organismes qui rassemblent le monde scientifique et les milieux d'affaires. De tels organismes peuvent être implantés à proximité d'importants centres de recherche et devraient s'employer à apprendre au personnel enseignant et aux chercheurs à repérer les possibilités de créer des entreprises et à développer leur potentiel commercial.

70. L'État devrait également faciliter l'échange d'informations entre les parties prenantes, afin d'améliorer le flux d'informations de nature à mettre en évidence la possibilité d'entamer des activités économiques innovantes.

71. Les programmes de pépinières d'entreprises et de capital d'amorçage constituent d'importantes sources de financement initial et des moyens viables d'inciter des investisseurs professionnels, tels que des investisseurs-anges gardiens et des sociétés de capital-risque, à s'intéresser à des entreprises à fort potentiel. Lorsque de tels programmes n'existent pas, les pouvoirs publics pourraient envisager de les créer.

72. Pour que la participation des pouvoirs publics soit crédible aux yeux des investisseurs privés, il faudrait que les programmes publics de capital d'amorçage comportent les éléments qui assurent l'efficacité des investissements par le biais de capital-risque: sélection soigneuse, incitations, suivi, financement en phases successives, soutien stratégique et aide à la gestion.

73. Le financement offert par des programmes de soutien au financement initial devrait être échelonné sur plusieurs phases afin d'allouer des capitaux de façon plus efficiente, et se poursuivre lorsque les entreprises considérées confirment leur viabilité. Au cours de la première phase, il faudrait octroyer des subventions d'un montant limité pour financer une étude de faisabilité et une analyse de marché. Lors de la deuxième phase, qui concerne les entreprises qui ont passé avec succès la première phase, il convient d'allouer des fonds plus importants pour la mise au point de produits et l'action initiale de marketing. À l'issue de cette phase, les entreprises sont prêtes à se lancer dans une commercialisation de grande ampleur et capables d'attirer des capitaux privés en vue de leur expansion.

74. La surveillance et le soutien des bénéficiaires de financements sont des éléments importants de l'efficacité du programme. En conséquence, les organismes d'aide à la création d'entreprises devraient non seulement posséder les compétences requises en matière d'exploitation d'activités économiques, mais également faire preuve de souplesse stratégique, et être prêts à s'adapter aux changements de stratégie ou aux évolutions du marché qui vont de pair avec les incertitudes de l'environnement dans lequel l'entreprise mène ses activités.

75. Les particuliers disposés à investir jouent un rôle crucial tout au début de la création des entreprises innovantes, car alors les coûts d'information et des considérations de taille les rendent peu attrayantes pour les sociétés de capital-risque. C'est pourquoi il est essentiel de faciliter les investissements effectués par des investisseurs-anges gardiens et de soutenir la création de réseaux d'investisseurs-anges gardiens pour favoriser le financement par prise de participation. Les pays dans lesquels les activités des investisseurs-anges gardiens se sont le plus développées offrent des avantages fiscaux à ces derniers et à d'autres investisseurs privés. Il est possible de mettre en place de telles incitations fiscales non seulement pour accroître les investissements qui sont le fait de simples particuliers, mais également pour encourager les investisseurs à adopter une optique à long terme et à investir successivement dans plusieurs entreprises.

76. Il serait possible d'assurer une formation systématique des particuliers désireux d'investir pour leur faire mieux connaître les mécanismes du financement privé et les tendances actuelles en matière de marché et de technologie, car des investisseurs bien au fait du marché pourraient participer davantage au financement d'entreprises innovantes. À cet effet, une formation relative à certains secteurs est envisageable. Les pouvoirs publics peuvent coopérer avec les établissements d'enseignement et les associations d'entreprises pour assurer une telle formation, destinée à des investisseurs-anges gardiens et à des spécialistes de capital-risque nouveaux ou potentiels.

77. Une autre façon d'accroître les connaissances et les compétences dans ce secteur consiste à coopérer de façon officielle et officieuse avec des entreprises de capital-risque étrangères plus expérimentées. Un financement par les pouvoirs publics peut être subordonné à une telle coopération, comme c'est le cas dans le cadre du programme Yozma, en Israël.

78. Pour faciliter encore la recherche de possibilités de financement, il faudrait mettre en relation les spécialistes de la technologie et ceux de l'innovation (y compris les pépinières d'entreprises et les fonds de capital d'amorçage), les investisseurs-anges gardiens et le secteur du capital-risque. Cela permettrait d'échanger des informations sur les technologies, Les marchés, et l'expérience acquise, et d'orienter les investisseurs potentiels vers des possibilités d'investissements intéressantes.

VI. VALEUR AJOUTÉE

79. Les responsables politiques doivent accorder l'attention voulue au stade de l'apport d'une valeur ajoutée dans le processus de financement de l'innovation, en vue d'assurer la bonne gouvernance des entreprises innovantes de création récente. Cet aspect est souvent négligé, parce que l'on suppose que les mécanismes de marché réalisent l'allocation des compétences nécessaires et l'accès à ces dernières. Cependant, souvent, il n'en est pas ainsi.

80. Une évaluation du programme SBIC des États-Unis effectuée peu après sa création a permis de conclure que les fonds ayant bénéficié d'un soutien ne parvenaient pas à obtenir les services de gestionnaires d'investissements très compétents. Dans certains pays, il peut exister une pénurie de professionnels capables d'apporter une valeur ajoutée. Dans ce cas, il est nécessaire de faciliter le transfert de compétences et de connaissances aux investisseurs locaux.

81. La conception des fonds de capital-risque gérés par des sociétés privées influe sur la possibilité de recruter des gestionnaires d'investissements compétents. Un appel d'offres permet de bien évaluer les compétences des gestionnaires, pour autant qu'il existe une concurrence privée suffisante. L'attribution préférentielle d'une partie des bénéfices normalement dévolus aux pouvoirs publics représente une incitation de nature à intéresser des gestionnaires compétents, comme l'illustrent des programmes mis en œuvre dans la Fédération de Russie (Société russe de capital-risque), en Israël (Yozma) et au Royaume-Uni (Enterprise Capital Funds).

82. Bien qu'il n'existe pas de programme qui vise à aider des capital-risqueurs locaux à accroître leurs connaissances et compétences, les démarches adoptées par deux pays, la Fédération de Russie et Israël, lorsqu'ils ont conçu leurs programmes de fonds se caractérisent par la volonté explicite de tirer parti des compétences internationales en matière de

capital-risque. En Israël, chaque fonds de Yozma devait recourir aux services d'un établissement financier international renommé et d'un établissement national. En Fédération de Russie, la Société russe de capital-risque récemment créée a obtenu les services de Finlandais et d'Israéliens qui étaient à la fois des dirigeants politiques et des experts.

83. Deux conclusions importantes peuvent être tirées dans ce domaine:

a) Ceux qui investissent dans des entreprises innovantes qui démarrent sont censés fournir non seulement des fonds, mais également des compétences techniques et de gestion. La disponibilité et l'accessibilité des compétences requises pour la gouvernance et le développement de telles entreprises représentent un élément essentiel de l'infrastructure de financement. Le partage des connaissances et des compétences constitue le moyen principal de les acquérir dans les pays et les régions qui en sont dépourvus;

b) La rémunération par l'attribution d'options d'achat d'actions à des fins d'incitation permet aux entreprises innovantes de création récente d'attirer et de conserver à leur service des gestionnaires compétents et d'harmoniser leurs intérêts avec ceux des investisseurs qui participent au financement initial.

84. Les pouvoirs publics pourraient promouvoir des clauses contractuelles et des structures d'entreprise qui favorisent l'aptitude des capital-risqueurs, qu'il s'agisse de simples particuliers ou de sociétés, à surveiller les entreprises innovantes et à leur transférer leurs compétences techniques, en créant les incitations appropriées, y compris lorsque les pouvoirs publics interviennent en qualité de coinvestisseurs.

85. L'aptitude des fonds de capital-risque à fournir, au cours de la phase qui suit celle du financement initial, des capitaux aux entreprises qui atteignent leurs objectifs de développement et ont besoin d'argent frais pour continuer à se développer représente une valeur ajoutée importante. Les programmes publics qui fournissent des fonds au stade initial de la création d'entreprises devraient prévoir la nécessité d'un financement ultérieur. Il convient d'établir des passerelles entre les différents investisseurs (pouvoirs publics, investisseurs-anges gardiens, spécialistes du capital-risque) pour éviter l'apparition de goulets d'étranglement au cours du processus de financement. Il faudrait favoriser les synergies qui apparaissent notamment quand des investisseurs-anges gardiens interviennent parallèlement au financement assuré par un fonds de capital-risque.

86. Un réseau solide de soutien animé par des professionnels bien au fait des besoins des entreprises jeunes, innovantes ou à forte intensité technologique contribue puissamment à l'aptitude des entreprises de capital-risque à fournir une valeur ajoutée, et ces dernières peuvent utiliser ces compétences extérieures pour prendre leurs décisions de gestion. Des réseaux de ce type se créent souvent à mesure que le secteur du capital-risque se développe. La disponibilité des services qu'ils offrent au stade initial du développement du secteur du capital-risque peut être essentielle pour le succès des premiers fonds de capital-risque et devrait également être prise en compte lors de l'élaboration d'initiatives des pouvoirs publics.

VII. SORTIE

87. Peu de programmes s'attachent à améliorer les possibilités de sortie du processus de financement d'entreprises innovantes, hormis les initiatives qui visent à modifier la réglementation relative aux Bourses de valeurs.

88. La société de capital de démarrage (Capital Pool Company) du Canada illustre les mécanismes qui facilitent la sortie. Bien qu'elle ne dispose que d'un petit capital de départ, il est possible de l'introduire au compartiment «capital-risque» de la Bourse de valeurs de Toronto en vue de lever des capitaux supplémentaires. La société recherche ensuite une possibilité d'investir dans une entreprise à forte croissance et utilise les fonds levés pour acquérir cette dernière, ce qui en fait une «société qualifiée». Après quoi, les actions de la société de capital de démarrage continuent à être négociées comme celles de n'importe quelle autre société cotée à la Bourse.

89. Des règles spéciales d'admission à la cote des Bourses de valeurs, adaptées aux besoins propres aux petites entreprises qui se développent, permettent d'améliorer l'accès de ces dernières aux capitaux nécessaires à leur croissance et de faciliter la sortie des investisseurs privés qui les soutiennent. Les Bourses de valeurs devraient accueillir de petites sociétés à forte croissance et assurer la liquidité de leurs actions sur les marchés secondaires.

90. Les Bourses existantes ou des marchés d'investissement spécialement créés à cet effet devraient se montrer plus accueillants à l'égard des petites sociétés à forte croissance, par exemple en assouplissant leurs règles en matière d'inscription à la cote et de divulgation d'informations, en réduisant les périodes d'attente, en aménageant les règles en matière de dépôts de garantie pour les inscriptions à la cote et en offrant des services de préparation à l'introduction en Bourse.

91. L'assouplissement des règles d'admission à la cote doit être mis en balance avec les effets qu'il peut avoir sur la confiance des investisseurs. Une démarche différente ou complémentaire consiste à favoriser la constitution d'une communauté d'analystes d'entreprises de technologie (comme l'a fait InvestBX au Royaume-Uni), qui réalisent des études indépendantes que les investisseurs peuvent utiliser pour prendre des décisions.

92. Lorsque l'introduction en Bourse ne constitue pas une option de sortie viable, en raison du sous-développement des marchés locaux des capitaux ou d'un manque d'accès aux marchés étrangers, l'amélioration des infrastructures d'acquisition – en particulier à l'égard des acheteurs étrangers – est un autre moyen de créer des possibilités de sortie pour les investisseurs locaux qui prennent des participations. Une telle amélioration peut prendre la forme d'incitations fiscales, de rationalisation des dispositions réglementaires applicables aux acquisitions de sociétés du pays et du recours à des activités en réseau et de promotion de haut niveau pour les principaux secteurs du pays.

93. Comme au stade de l'apport d'une valeur ajoutée, les pouvoirs publics devraient s'employer à mettre en place un réseau de soutien constitué d'experts qui comprennent et sont capables d'expliquer clairement le profil de risque et de rendement de telles sociétés aux investisseurs ordinaires, de façon à ce que les marchés d'actions existants ou créés spécialement puissent être utilisés pour l'apport de capitaux à de petites entreprises à forte croissance.

VIII. CONCLUSIONS GÉNÉRALES

94. Les recommandations relatives à la politique à mener pour améliorer l'environnement du financement initial d'entreprises innovantes et, plus particulièrement, la création d'un secteur de capital-risque formel (sociétés de capital-risque) et informel (investisseurs-anges gardiens) doivent tenir compte des difficultés inhérentes à la mise en place de marchés à des fins de financement privé et de limitations plus générales ou de problèmes auxquels peut se heurter une intervention des pouvoirs publics.

95. La mise en place et le développement de marchés de financement de la création d'entreprises destinées à mener des activités innovantes exigent des capitaux, des intermédiaires financiers spécialisés et des entrepreneurs. Cependant, aucun de ces trois facteurs ne peut normalement apparaître en l'absence des deux autres. En conséquence, il ne faudrait pas mettre en œuvre telle ou telle recommandation sans tenir dûment compte des éléments complémentaires du cycle de financement privé. Les initiatives des pouvoirs publics devraient être précédées d'une évaluation du paysage potentiel de capital-risque du pays qui mette en évidence aussi bien les conditions favorables à l'apparition d'un secteur du capital-risque que les aspects qu'il convient de favoriser simultanément.

96. Les programmes des pouvoirs publics relatifs au financement des entreprises privées peuvent être influencés par des facteurs politiques et bureaucratiques qui risquent de compromettre la prise de bonnes décisions économiques. Des problèmes d'ordre bureaucratique surgissent lorsque les responsables d'un programme tiennent à s'attribuer le mérite des résultats positifs alors qu'ils auraient peut-être été obtenus même en l'absence d'action du secteur public. C'est notamment ce qui se passe lorsque l'on aide des entreprises qui n'ont pas besoin de financement, mais qui ont de bonnes chances d'être rentables, ce qui permet aux responsables du programme de faire état de résultats positifs.

97. Outre les recommandations particulières qui se rapportent aux différentes phases du cycle de financement par prise de participation, l'examen de l'expérience des pays de la région de la CEE permet de tirer un certain nombre de conclusions générales:

a) Les buts des pouvoirs publics en matière de financement des entreprises innovantes doivent être réalistes et tenir compte du contexte des quatre phases du cycle de financement de l'innovation et des liens qui existent entre les différents facteurs de l'offre et de la demande. Il faut s'efforcer de rassembler des données fiables qui permettent d'élaborer une politique efficace fondée sur des informations factuelles;

b) Il faut définir avec précision les types d'entreprises qu'il s'agit de soutenir: innovantes, nouvelles, à forte croissance, rentables, etc. Les possibilités d'attirer des investisseurs privés varient selon le type d'entreprise;

c) Pour tirer les enseignements d'expériences d'autres pays et mettre en œuvre des programmes qui y ont connu le succès, il faut comprendre les incidences des actions passées et de l'héritage historique sur les capacités d'innovation et le développement des marchés. Une meilleure surveillance et une évaluation en bonne et due forme des programmes faciliteraient l'échange d'informations d'expérience;

d) Les programmes publics sont le plus efficaces lorsqu'ils complètent et soutiennent les mécanismes du marché en matière de financement de l'innovation. Les pouvoirs publics devraient influencer sur les paramètres qui déterminent les décisions des investisseurs privés – par la création d'incitations appropriées – et non prendre les décisions eux-mêmes; et

e) Les décisions d'investissement direct prises par les pouvoirs publics devraient être prises de façon décentralisée par des organismes proches des entreprises bénéficiaires et porter de préférence sur des projets qui se trouvent à la phase la plus précoce possible de leur mise en œuvre. Il faudrait débloquer les ressources de façon échelonnée et subordonner leur octroi à l'obtention de certains résultats.

98. L'apparition d'un secteur dynamique de capital-risque exige toute une série de conditions propices, qui concernent en particulier l'environnement économique, fiscal et réglementaire général, les capacités d'innovation de l'économie, la culture entrepreneuriale et le régime de propriété intellectuelle. Les politiques relatives au financement des entreprises nouvelles doivent reposer sur une connaissance de ces facteurs complémentaires, qui font l'objet d'autres domaines d'intervention du programme de travail du Comité.
